



Rivista N°: 1/2015
DATA PUBBLICAZIONE: 20/02/2015

AUTORE: Allegra Canepa*

CRISI DEI DEBITI SOVRANI E REGOLAZIONE EUROPEA: UNA PRIMA RASSEGNA E CLASSIFICAZIONE DI MECCANISMI E STRUMENTI ADOTTATI NELLA RECENTE CRISI ECONOMICO-FINANZIARIA

1. Crisi economico-finanziaria in Europa e rischio insolvenza: la difficoltà di una classificazione delle regole – 2. Il possibile ricorso al criterio della natura delle regole adottate – 2.1. Uno strumento di natura emergenziale e la sua evoluzione: dall'EFSM all'ESM – 2.2 L'applicazione della regola del divieto di aiuti di stato alle banche ed il suo inquadramento come strumento di natura emergenziale con effetti strutturali – 3. Il criterio dell'efficacia e la possibile suddivisione fra regolazione ex-ante e ex-post – 3.1 Qualche esempio di regolazione ex-ante: vincoli di finanza pubblica e interventi della BCE – 3.1.1 I programmi di intervento della BCE: Covered Bond Purchase Programme, Securities Market Programme e Outright Monetary Transactions – 3.2. Cenni sulla nozione di regolazione ex-post – 3.2.1. Qualche esempio di regolazione ex-post: assistenza finanziaria, Collective Action Clauses (CAC) e meccanismo di "bail in" – 3.2.1.1 Le CAC – 3.2.1.2. Il salvataggio delle banche e il c.d. meccanismo di "bail in" – 4. Qualche spunto per una riflessione sul tema

1. Crisi economico-finanziaria in Europa e rischio insolvenza: la difficoltà di una classificazione delle regole adottate

Dall'inizio della crisi l'Unione Europea ha introdotto una serie di modifiche normative e istituzionali per rafforzare la resilienza del settore finanziario e migliorare la prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi finanziarie e bancarie. Ciò si è reso necessario anche per le caratteristiche del Sistema europeo dove *"the institutional framework of Economic and Monetary Union (EMU) is characterised by a single monetary policy set at supranational level (i.e. the euro area), a common market, and largely decentralised fiscal policies, which remain within the area of competence of the individual EU Member States but which are subject to rules-based coordination procedures, such as the Stability and Growth Pact"*¹. Infatti il fun-

* Ricercatore di Diritto dell'Economia nell'Università degli Studi di Milano — allegra.canepa@unimi.it

¹ Banca Centrale Europea, *The European Stability Mechanism*, in *ECB Monthly Bulletin* 71, July 2011, rep. sul sito www.ecb.europa.eu.

zionamento dell'EMU, basato sull'assenza di una politica fiscale unica o comunque pienamente coordinata, richiede una certa stabilità delle economie nazionali e soprattutto delle loro finanze pubbliche. Proprio questi due elementi sono venuti meno nella recente crisi finanziaria determinando una crescente mancanza di fiducia ed un conseguente rapido innalzamento dello spread in molti Stati accompagnato da seri dissesti nel settore bancario (per fare l'esempio in cui le conseguenze sono state più gravi si pensi a quanto avvenuto in Grecia²). Tale situazione ha evidenziato allo stesso tempo la necessità di intervenire per salvaguardare l'esistenza e la stabilità dell'area euro e far fronte alla carenza di strumenti di intervento.

La gravità e l'estensione della crisi hanno determinato la necessità di adottare numerosi interventi che hanno seguito solo in parte un disegno unitario. Quindi appare interessante cercare di sistematizzare quanto accaduto in questi anni attraverso una ricostruzione che metta in luce i soggetti coinvolti (Stati, banche, privati, ecc.), i caratteri delle diverse tipologie di interventi adottati e gli effetti prodotti.

In questo momento una simile analisi appare complesso per una serie di motivi. In primo luogo il fenomeno "crisi" che ha determinato gli interventi oggetto di esame è in ancora in atto e quindi potenzialmente in grado di produrre ulteriori effetti e modifiche del quadro esistente. Già adesso è necessario fare riferimento ad una visione dinamica che tenga conto non solo del momento di adozione di un singolo intervento ma anche della sua evoluzione negli anni successivi, dei correttivi che si sono resi necessari e della eventuale evoluzione da intervento "emergenziale" in meccanismo stabile.

In secondo luogo gli interventi economici difficilmente possono essere interpretabili con le categorie applicabili alle misure istituzionali perché soggette a cambiamenti rapidi ed imprevedibili specialmente in un'epoca globalizzata. Inoltre classificare significa anche semplificare un fenomeno cosa che risulta particolarmente complessa in una realtà come quella oggetto di esame.

Questi elementi, pur rendendo evidente la difficoltà di sistematizzare le misure finora adottate ed in alcuni casi ancora in corso di attuazione, non possono far recedere dal tentativo di "organizzare" i diversi provvedimenti classificandoli in base ad alcuni parametri. Ovviamente una simile proposta non può prescindere dalla consapevolezza che il quadro di riferimento è di tipo emergenziale e che tale elemento conseguentemente ha influenzato profondamente le scelte sia che esse siano state contingenti e transitorie³ che pensate come misure di breve o medio-termine.

² Sul ruolo della crisi e le sue conseguenze nello scenario europeo M. LAMANDINI, *Orderly Sovereign Default in the Eu: A strong case for European Regulation*, in *Eur. Company Law*, 2010, 233 ss.; G. PITRUZZELLA, *Crisi economica e decisioni di governo*, in *Quad. Cost.*, 2014, 29 ss.; A. MORRONE, *Crisi economica e diritti. Appunti per lo stato costituzionale in Europa*, ibidem, 79 ss.

³ Sulla scelta di utilizzare strumenti giuridici per la risoluzione della crisi si veda C.G. PAULUS, *Sovereign defaults to be solved by politicians or by legal proceeding?*, in *Law and Economics yearly review*, 1, 2012, 203 ss.

2. Il possibile ricorso al criterio della natura delle regole adottate

Procedere nel tentativo di classificazione dei provvedimenti adottati per far fronte alla crisi significa distinguere strumenti affini che operano su piani differenti e adottati in momenti diversi ma accomunati da un'unica finalità. Una prima distinzione ipotizzabile è basata sul parametro relativo alla natura dei provvedimenti adottati. Si possono così individuare due categorie di azioni quelle emergenziali e quelle strutturali.

Le prime risultano dirette a far fronte ad una situazione contingente e sono destinate a concludersi in un arco temporale breve a seguito del possibile superamento dell'emergenza. Le seconde invece sono da considerare permanenti e destinate a produrre effetti che vanno oltre la situazione contingente e possono durare per un lungo periodo. La distinzione potrebbe sembrare banale ed i confini netti ma quando si procede all'esame concreto ci si accorge che tale affermazione non è più così vera.

Per illustrare queste due categorie è utile ricorrere a due esempi molto diversi fra loro: l'*European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM)⁴, poi diventato l'*European Stability Mechanism* (ESM), e la nuova interpretazione definita alla luce della crisi della regola del divieto di aiuti di stato. Questi due casi risultano significativi perché consentono di evidenziare le difficoltà di una distinzione basata sulla natura del provvedimento nel momento della sua adozione visto che le variazioni avvenute nel tempo possono determinare lo slittamento di uno strumento da una tipologia all'altra. Infatti entrambi i casi sono caratterizzati dall'elemento "temporaneità" intesa come durata limitata nel tempo connessa al verificarsi di una situazione emergenziale. Il protrarsi di tale situazione ha poi determinato una loro trasformazione in meccanismi necessari e destinati a durare negli anni.

Un esame attento però richiede una precisazione ulteriore. Infatti mentre l'EFSM, divenuto poi ESM, è uno strumento nuovo istituito proprio per arginare gli effetti della crisi, l'interpretazione estensiva del divieto di aiuti di stato non modifica lo strumento preesistente. In questo caso siamo infatti di fronte all'utilizzo diverso di una regola preesistente rendendola così più flessibile. Questo potrebbe far pensare che si sia introdotta una misura temporanea in quanto prodotta per via interpretativa. In realtà, dal punto di vista degli effetti, trattandosi di un notevole incremento di flessibilità, si assiste ad una sostanziale revisione del quadro fino a quel momento esistente che, come vedremo, ha poi reso necessario modificare la disciplina vigente.

2.1. Un strumento di natura emergenziale e la sua evoluzione: dall'EFSM all'ESM

L'EFSM, come anticipato, può essere un esempio di strumento di tipo emergenziale e come tale dotato di efficacia temporanea. Questa caratteristica veniva già evidenziata nella Comunicazione della Commissione COM(2010)250 sul rafforzamento delle politiche econo-

⁴ Introdotta nel rispetto dei Trattati dell'Ue con il Reg. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010, in *GUUE* L118 del 12 maggio 2010 è garantito/finanziato dal bilancio dell'Unione.

miche dove si sottolineava come “per rispondere alle immediate necessità della crisi sono stati presi provvedimenti d’urgenza, culminati nel Consiglio Ecofin straordinario del 9 maggio che ha deciso di istituire un meccanismo europeo di stabilizzazione”⁵.

Proprio in tale Consiglio del 9 maggio 2010 erano conclusi gli accordi intergovernativi per il salvataggio della Grecia⁶ e decisa l’istituzione dell’EFSM quale strumento per prevenire *sovereign defaults* nell’EMU ed i correlati rischi di contagio. L’approvazione definitiva è poi avvenuta nel 2010 insieme a quella dell’*European Financial Stability Facility* (EFSF) previsto da un accordo quadro del 7 giugno 2010 per il sostegno dei paesi che hanno adottato la moneta unica⁷. Questo secondo meccanismo di tipo precauzionale si articolava in 3 linee di credito (*precautionary conditioned credit line* - PCCL, la *enhanced conditions credit line* - ECCL e la *enhanced conditions credit line with partial risk protection* – ECCL+) attivabili per fornire un’assistenza tempestiva prima che si verificassero situazioni di grave difficoltà come stabilito nella *Guideline on Precautionary Programmes*⁸.

Il ricorso all’EFSM ha permesso di intervenire per supportare anche Irlanda e Portogallo⁹ che si erano trovati in forte difficoltà offrendo una soluzione temporanea per superare la fase “acuta” della crisi. L’idea che un simile strumento non dovesse avere una durata per-

⁵ COM (2010)250, *Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche*, p.3.

⁶ La Grecia ha ricevuto un prestito di 80 miliardi di euro dai paesi dell’area euro e di 30 dal Fondo monetario internazionale. Il Comitato esecutivo dell’FMI con un accordo di Stand-by il 9 maggio 2010 ha concesso una prima tranche di 5,5 miliardi di euro tramite procedura accelerata, *Greece, Request for Stand-By Arrangement*, Country Report n. 10/111, 10 maggio 2010 rep. sul sito www.imf.org.

⁷ Istituito in base ad accordi internazionali si configura come una società di diritto lussemburghese costituita il 7 giugno 2010 provvede a raccogliere il capitale necessario per i suoi interventi attraverso il collocamento di bonds garantiti dagli stati membri. L’atto istitutivo di quest’ultimo è rep. sul sito efsf.europa.eu ed i fondi impegnati corrispondevano a 440 milioni di euro. Sul punto in particolare G.M. RUOTOLO, *La costituzione economica dell’Unione Europea al tempo della crisi*, in *Studi sull’integrazione europea*, 2012, VII, p. 450 e M. MEGLIANI, *Verso una nuova architettura finanziaria europea: un percorso accidentato*, in *Dir. Comm. internaz.*, 2013, 67 ss.

⁸ L’accesso alla linea PCCL è limitato agli Stati membri dell’area euro ed è possibile solo in presenza di condizioni pre-stabilite. Esso si configura come un prestito o un acquisto sul mercato primario che può essere concesso solo se la situazione economica e finanziaria è ancora fundamentalmente sana ed in grado di dare garanzie anche per il futuro (debito pubblico sostenibile, assenza di problemi di solvibilità delle banche tali da minacciare la stabilità del sistema bancario europeo). Possono accedere anche paesi nei confronti dei quali siano state aperte procedure per disavanzo eccessivo a condizione che rispettino le decisioni del Consiglio e le raccomandazioni volte a garantire una regolare e accelerata correzione del loro disavanzo eccessivo. Questa linea ha una durata iniziale di un anno ed è rinnovabile 2 volte per sei mesi.

L’accesso all’ECCL si configura come un prestito o un acquisto sul mercato primario diretto agli Stati membri dell’area euro la cui situazione finanziaria, pur rimanendo sana, non è conforme ad alcuni dei criteri di ammissibilità richiesti dalla PCCL. Anche questa linea ha una durata iniziale di un anno ed è rinnovabile 2 volte per sei mesi.

L’ECCL+ può essere fornita sotto forma di protezione parziale dal rischio connesso alle obbligazioni primarie. Il certificato di protezione parziale riconosce al titolare del certificato un importo fisso pari ad una percentuale della quota del prestito obbligazionario sovrano. L’accesso a questa linea è soggetta sostanzialmente agli stessi criteri e condizioni dell’ECCL.

Il documento con linee guida è reperibile sul sito efsf.europa.eu.

⁹ Nel giugno 2012 la Spagna aveva presentato una richiesta di assistenza finanziaria all’EFSF per la ricapitalizzazione del settore bancario che poi è stata fornita dall’ESM che nel frattempo era entrato in vigore.

manente, almeno nei progetti iniziali, era dimostrato anche dalla previsione nel regolamento istitutivo di una durata predefinita di tre anni (corrispondente al dicembre 2012).

In realtà ben presto, con l'aggravarsi della crisi e la richiesta di poter accedere al sistema di sostegno anche da parte della Spagna, è risultata evidente la necessità di ripensare gli strumenti adottati ed in particolare la loro configurazione come meccanismi temporanei. Così, già a luglio 2011, è stata istituita una struttura permanente qualificata come istituzione finanziaria internazionale, il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria o *European Stability Mechanism* (ESM), poi consolidata con il Trattato del 2 febbraio 2012¹⁰.

La scelta, fortemente voluta come dimostra anche la revisione dell'art.136 TFUE per consentirne l'introduzione¹¹, consiste nel passaggio da un semplice sistema di risposta rapida alle emergenze ad una vera e propria "istituzione finanziaria internazionale"¹² dotata di una struttura interna (articolata in un Consiglio dei governatori composto dai Ministri delle finanze dei paesi membri ed in un consiglio di amministrazione)¹³, di un capitale pari a 700 milioni di euro e di poteri di intervento.

I poteri assegnati alla nuova istituzione sono stati sia di intervento precauzionale che successivo. Nel primo caso, per evitare potenziali rischi di instabilità, si fa riferimento alla possibilità di azione a beneficio di membri "che già si trovino o rischino di trovarsi in gravi problemi finanziari" (art.3) e si disciplina l'assistenza finanziaria precauzionale (art.14).

Nel secondo caso si prevede un intervento ex-post per sostenere gli Stati che risultino in difficoltà che consiste in assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie di un membro del MES (art.15), attraverso prestiti (art.16) o forme di sostegno al mercato primario o secondario (art.17 e 18). Ciò significa che al MES è assegnata un'ampia gamma di poteri che prevede anche l'acquisto di titoli di debito pubblico in sede di collocamento. In questo senso, quindi, non solo la versione definitiva del Trattato istitutivo compie la scelta di rendere l'ESM una struttura permanente ma gli si attribuiscono anche poteri molto ampi e penetranti assenti nella prima versione. Infatti va ricordato che, in particolare per quanto concerne l'aiuto agli Stati, si prevedeva solo la possibilità di intervento per la concessione di un prestito e non la possibilità di ricapitalizzare istituti finanziari ed acquistare titoli di debito pubblico prevista solo come ipotesi eccezionale.

¹⁰ Definizione data dall'art.1 del Trattato che istituisce il MES.

¹¹ La modifica è stata approvata dal Consiglio europeo del 26 e 27 marzo 2011 e prevede l'aggiunta all'art.136 del seguente paragrafo: "Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità".

¹² Così qualificata all'art.1 del Trattato istitutivo dell'ESM firmato il 2 febbraio 2012 ed entrato in vigore l'8 ottobre 2012. Sulla qualificazione dell'ESM si veda in particolare M. RUFFERT, *The European debt crisis and European Union law*, in *CMLR*, 2011, 1777 ss.; L. AMMANNATI, *Il rapporto tra concorrenza e welfare di fronte alla crisi*, in G. COLOMBINI, M. PASSALCQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2012, 174 ss.

¹³ Rispettivamente previsti agli articoli 5 e 6.

In realtà il fatto che questo strumento, almeno inizialmente, avesse una natura temporanea non è casuale ed ha due evidenti motivazioni. La prima è quella di essere nato per rispondere ad un'esigenza imprevista dato che fino ad allora non era emersa la necessità di un meccanismo europeo che consentisse di supportare e gestire la ristrutturazione di un debito sovrano; la seconda, conseguente alla presenza di una norma del TFUE (l'art.123), che conteneva la clausola di "no bail out".

La scelta, fatta successivamente, di trasformare l'EFSM in uno strumento stabile in realtà non mette in discussione le iniziali motivazioni che avevano fatto propendere per una diversa configurazione. Infatti da un lato, persistevano le difficoltà degli Stati causate dalla crisi e conseguentemente i rischi per la stabilità dell'area euro. Dall'altro, l'introduzione di una procedura che regolamentasse stabilmente ed in modo uniforme a livello europeo le condizioni e le modalità di accesso al sostegno europeo, rappresentava un modo di non rendere sostanzialmente inefficace il "no bail out". Una simile impostazione, fornendo una base giuridica stabile agli interventi adottati, portava con sé l'ulteriore vantaggio indiretto di generare fiducia nei mercati¹⁴.

2.2. L'applicazione della regola del divieto di aiuti di stato alle banche ed il suo possibile inquadramento come strumento di natura emergenziale con effetti strutturali

Per fronteggiare la crisi finanziaria la Commissione ha fatto ricorso a misure regolatorie temporanee che possono essere qualificate come interventi di tipo generale (v. EFSM) o di tipo specifico. Un esempio della seconda categoria è offerto dal maggiore ricorso ad aiuti di stato attraverso l'introduzione di una disciplina speciale derogatoria rispetto alla regola generale del divieto di aiuti pubblici. In questa prospettiva particolarmente interessante risulta il caso delle banche. Esso permette di osservare due aspetti, uno di tipo generale ed uno particolare. Il primo riguarda quello che può essere definito come una sorta di ripensamento sul ruolo dell'intervento pubblico proprio per la delicata posizione del settore bancario nella sfera economica europea. Infatti si riscontra una maggiore apertura al ricorso a risorse statali per sostenere il sistema bancario. Il secondo aspetto concerne la trasformazione di un intervento pensato come emergenziale e quindi temporaneo in uno di lunga durata (come avvenuto anche per l'ESM) con effetti anche sulle politiche future in materia di aiuti.

La scelta di fare ricorso agli aiuti di stato per sostenere le banche, come sottolineato da Joaquin Almunia, può essere considerata solo parzialmente una scelta visto che "*The State aid rules for banks in distress (...) still remain the best instrument (...) and in some ca-*

¹⁴ Sulla necessità di introdurre o meno una procedura stabile come quella di funzionamento dell'ESM si vedano in particolare M. LAMANDINI, op. cit., 235 e D. GROS, T. MAYER, *How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now*, Economic Policy, CEPS Policy Briefs, 2010, rep. sul sito www.ceps.eu.

*ses the only one to manage and coordinate the rescue and restructuring operations of European banks*¹⁵.

Le prime decisioni che la Commissione si è trovata ad assumere riguardo il settore bancario sono state valutate tenendo conto della necessità di porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro (come previsto dall'art. 107 co.3 lett b TFUE - ex art.87)¹⁶. Ben presto però si è reso necessario procedere diversamente anche per l'ampio numero di situazioni di crisi in essere ed è apparso indispensabile ricorrere ad un'interpretazione flessibile di tali previsioni definendo, nello stesso tempo, preventivamente le condizioni per il sostegno alle banche.

Ciò ha determinato l'adozione, da parte della Commissione, di una serie di comunicazioni interpretative molto ravvicinate nel tempo (quattro solo fra ottobre 2008 e luglio 2009¹⁷) che danno già il senso dell'eccezionalità della situazione e delle dimensioni del problema. Esse hanno garantito la presenza di un quadro di riferimento relativo ai criteri di concessione degli aiuti di stato permettendo così agli Stati di intervenire in una cornice giuridica unitaria.

Gli obiettivi che l'Unione intendeva perseguire in questo modo erano sostanzialmente tre e cioè la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'Europa, la protezione dell'integrità del mercato interno e infine la ristrutturazione dei soggetti beneficiari degli aiuti in modo da ripristinare la loro autosufficienza nel lungo periodo.

In realtà la rilevanza di questi provvedimenti ha avuto riflessi anche al di là del contesto bancario per due motivi, il ruolo svolto dalla Commissione e gli effetti generati per il futuro.

Infatti la Commissione ha svolto un ruolo insolito rispetto a quello abituale caso di apertura delle singole procedure e di valutazione della presenza di aiuti. Infatti nel settore bancario ha fornito una sorta di autorizzazione preventiva corrispondente all'individuazione di un'ampia gamma di fattispecie nelle quali il rispetto delle condizioni previste dava luogo ad

¹⁵ J. ALMUNYA, *Restructuring EU banks: The role of State aid control*, Speech/12/122, CEPS Meeting, 24 febbraio 2012.

¹⁶ In questo senso in particolare nel caso della *Northern Rock* (dec. Commissione NN70/2007, 5-12-2007, G.U.U.E. C-43, 16-2-2008) la Commissione sottolineava come "*there is a serious disturbance in the UK economy and that measures supporting banks are apt to remedy serious disturbance in the UK economy. Therefore the legal basis for the assessment of the aid measures shall be article 87 (39 b)*". State aid C14/08, *Restructuring Aid to Northern Rock Invitation to submit comments*, OJ C 149/16 del 1 luglio 2009.

Su questo caso si rinvia per un approfondimento a C. RUSSO, *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di regulatory failure*, in *Banca, Impresa e Società*, 2009, 2, 241 ss.; R. TOMASIC, *The rescue of Northern Rock: nationalization in the shadow of insolvency*, 2009, rep. su www.ssrn.com; P. MOTTURA, *Lo strano caso di Northern Rock*, in *Banca, Impresa e Società*, 2010, 1, 19 ss.

¹⁷ Comunicazione della Commissione del 13 ottobre 2008, *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*, IP/08/1495, OJ C270 del 25.10.2008; Comunicazione del 5 dicembre 2008, *The recapitalization of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguards against undue distortion of competition*, IP/08/1901, OJ C 10 del 15.1.2009; Comunicazione del 25 febbraio 2009, *Communication on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector*, IP/09/322, OJ C 72 del 26.03.2009; Comunicazione del 23 luglio 2009, *On the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules*, IP/09/1990, OJ C195 del 19.08.2009.

un'immediata ammissibilità. Tale sistema ha generato una notevole flessibilità superiore rispetto alle previsioni relative al divieto di aiuti. La finalità di una simile azione è stata quella di creare un sistema di maggiore certezza per gli interventi statali che, rispettando le condizioni prefissate, avrebbe evitato censure sulle decisioni assunte. In questo senso un primo esame dei dati sembra confermare il raggiungimento dell'obiettivo visto che, se si considera ad esempio il periodo 2008-2011, su 290 decisioni di aiuti nel settore finanziario solo in un caso è stata dichiarata l'incompatibilità con il mercato interno e in altri 9 la compatibilità è stata ammessa sotto condizione¹⁸, mentre tutti gli altri casi sono stati giudicati ammissibili.

Da tali considerazioni deriva un secondo e più generale motivo di riflessione riguardante gli effetti che queste decisioni, assunte con il preciso scopo di fronteggiare la crisi, hanno prodotto e sono destinate a produrre nel lungo periodo. Esse infatti hanno avuto una durata significativamente maggiore di quanto preventivato all'inizio anche a seguito di una serie di proroghe delle misure di sostegno¹⁹ ed hanno sostanzialmente modificato l'interpretazione restrittiva fino ad allora adottata e univocamente orientata a salvaguardare la concorrenza ritenendo ammissibile l'intervento pubblico solo in casi limitatissimi²⁰.

¹⁸ Si tratta del caso Banco Privado Portugues, decisione della Commissione C33/2009 del 20/07/2010. Per un'analisi degli interventi Commission Staff Working paper, del 5 ottobre 2011, SEC(2011) 1126 final, *The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis*, rep. sul sito DG Competition. In dottrina in particolare S. GEBSKI, *Competition first? Application of State aid rules in the banking sector*, in *Comp. Law Rev.*, 2008, 89 ss.; V. GIGLIO, *Gli aiuti di stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Merc. conc. reg.*, 2009, 23 ss.; A. DELL'ATTI, *Gli aiuti di stato alle banche in tempo di crisi*, in *Conc. Merc.*, 2012, 569 ss.; D.M.B. GERARD, *Managing the Financial Crisis in Europe: The Role of Eu State Aid Law Enforcement*, 2013, rep. sul sito www.ssrn.com.

¹⁹ Si vedano la Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione dal 1 gennaio 2011 delle norme in materia di aiuti di stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (c.d. comunicazione di proroga del 2010), GU C 329 del 7 dicembre 2010 ; la Comunicazione relativa all'applicazione dal 1 gennaio 2012 delle norme in materia di aiuti di stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (c.d. comunicazione di proroga del 2011), GU C 356 del 6 dicembre 2011 nonché la Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione dal 1 agosto 2013 delle norme in materia di aiuti di stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (c.d. Comunicazione sul settore bancario), 2013/C216/01, in GU C 216/1 del 30 luglio 2013.

²⁰ E' significativo ricordare che la riunificazione della Germania non era stato considerato come un grave turbamento dell'economia (sentenza Trib. I grado del 15 dicembre 1999, cause riunite T-132/96 e T-143/96, *Rei-staatSachsen e a. c. Commissione*, Racc., II-3663 confermata da CGCE, sentenza del 30 settembre 2003, cause riunite C-57/00 P e C-61/00 P, *Commissione c. FreistaatSachsen e a.*, Racc., I-9975). Sul punto si veda in particolare F. FERRARO, *L'evoluzione della politica sugli aiuti di stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria*, *Dir. Un. Eur.*, 2010, 335 ss.

Nel settore bancario la Commissione non aveva ritenuto di poter utilizzare tale criterio per giustificare il supporto al *Credit Lyonnaise*. Questo caso oggi risulta particolarmente interessante visto che la Commissione per valutare il piano di ristrutturazione connesso al salvataggio aveva deciso di avvalersi come si legge nel testo della decisione "della consulenza di una banca d'affari di reputazione internazionale, la *Lehman Brothers* che è stata incaricata di esaminare il piano di ristrutturazione presentato dalle autorità francesi, per quanto riguarda l'efficienza economico-finanziaria dell'impresa, e di proporre le modifiche considerate necessarie". Decisione 98/490/EC del 20 maggio 1998 concernente gli aiuti concessi dalla Francia al gruppo *Credit Lyonnais*, GUCE L 221/28, dell'8 agosto 1998.

Questi aspetti, inevitabilmente, sollevano dubbi sulla natura di tali interventi alla luce della classificazione proposta. Infatti, proprio perché interpretate come misure emergenziali, esse avrebbero dovuto essere a tutti gli effetti temporanee ma la loro durata si è protratta molto oltre rispetto a quanto inizialmente stabilito ed a quanto, probabilmente, è legittimo ritenere sia la durata di una misura definita emergenziale. Allo stesso tempo, visti i precedenti limitatissimi, è difficile pensare che un numero elevato di interventi di sostegno ritenuti ammissibili, grazie anche all'approvazione di apposite comunicazioni per definire le modalità di azione, non sia destinato a produrre conseguenze nel tempo. Ciò può far pensare che anche in questo caso non siamo di fronte a misure solo a carattere temporaneo. Peraltro la stessa Commissione aveva rilevato come la situazione derogatoria si stesse protraendo aldilà di quanto preventivato, avvertendo la necessità di sottolineare come la scelta fosse giustificata dalla persistenza di condizioni definibili come eccezionali. Infatti si affermava che "In circostanze di tensione persistente sui mercati finanziari e dato il rischio di effetti di ricaduta negativi più ampi, la Commissione ritiene che le condizioni per l'applicazione dell'art. 107 p. 3 lett. b) del Trattato agli aiuti di stato al settore finanziario continuino ad essere soddisfatte. L'applicazione di tale deroga rimane tuttavia possibile soltanto fino a quando perdurerà la situazione di crisi, creando circostanze effettivamente eccezionali in cui sia a rischio la stabilità finanziaria nel suo insieme"²¹.

In realtà effetti indiretti e strutturali si sono già in qualche misura prodotti. In questo senso emblematici sono da un lato la relazione sempre più stretta prodottasi fra misure di stabilità finanziaria, misure per uscire dalla crisi e ricorso agli aiuti di stato come strumento di supporto e, dall'altro, il processo di modernizzazione della disciplina sugli aiuti avviato con la Comunicazione del maggio 2012²². Proprio questa comunicazione evidenziava come "la crisi economica ha rischiato di compromettere l'integrità del mercato unico ed ha aumentato i rischi di reazioni anticoncorrenziali. Allo stesso tempo la crisi ha accresciuto le richieste allo Stato affinché intervenga in misura maggiore per tutelare i membri più vulnerabili della società e promuovere la ripresa economica ma ha anche messo sotto pressione i bilanci degli Stati (...)"²³ e proprio per questo la Commissione è intervenuta sia con nuovi regolamenti generali che settoriali²⁴.

3. Il criterio dell'efficacia e la possibile suddivisione fra regolazione ex-ante e regolazione ex-post

Come evidenziato il criterio della natura delle misure adottate consente una prima classificazione degli strumenti adottati per fronteggiare la crisi. Tuttavia presenta inevitabil-

²¹ Comunicazione relativa all'applicazione dal 1 agosto 2013 delle norme in materia di aiuti (...), cit. p.6.

²² Si tratta della Comunicazione COM(2012)209.

²³ Punto 3 della Comunicazione sulla modernizzazione, cit.

²⁴ Si vedano in questo senso ad es. il nuovo regolamento de minimis adottato nel 2013 (2013/1407/UE) ed alcune comunicazioni del 2014 nel settore bancario (C 261/1 sui servizi bancari), sugli aiuti nel settore dell'energia e dell'ambiente (2014/C200/01) e del finanziamento del rischio (C19/4).

mente dei limiti che spingono ad utilizzare anche altri parametri fra i quali rileva l'efficacia delle scelte effettuate in relazione al momento di introduzione dell'intervento. In questo senso si può ipotizzare una suddivisione tra misure che agiscono in modo preventivo (regolazione ex-ante) o successivo (regolazione ex-post) rispetto ai rischi di insolvenza degli Stati. Si introduce così una distinzione fra strumenti con una valenza propulsiva e di indirizzo e destinati ad esplicitare i loro effetti in un tempo medio-lungo e strumenti sostanzialmente pensati per verificare, controllare e in un qualche modo correggere eventuali effetti non del tutto rispondenti alle previsioni. In tal senso le due tipologie di interventi non sono riconducibili a categorie contrapposte bensì complementari²⁵. Quindi, laddove la regolazione ex-ante non riesce ad essere efficace può intervenire quella ex-post.

Per chiarire meglio questa correlazione può essere utile verificare quali misure sono ascrivibili a queste due categorie, da quali soggetti siano state adottate e di quale efficacia dispongano.

Fra i soggetti da considerare, oltre alla Commissione, al Consiglio ed al Parlamento, va menzionata la Banca Centrale Europea (il riferimento è alle operazioni monetarie definitive che saranno trattate nel paragrafo 3.1.) che ha assunto così un ruolo inedito nello scenario europeo ed posto in essere azioni non convenzionali mai utilizzate prima (v. il paragrafo 3.1.1.).

Per quanto riguarda l'efficacia, come anticipato, si cercherà di distinguere tra casi con effetti conseguenti ad interventi di regolazione ex-ante e casi che mostrano effetti frutto di una regolazione ex-post.

3.1. Qualche esempio di regolazione ex-ante: vincoli di finanza pubblica e interventi della BCE

Più in dettaglio nella categoria degli interventi preventivi possono essere annoverate le misure volte a creare una maggiore rigidità dei vincoli di finanza pubblica e ad attuare un più attento monitoraggio preventivo sui bilanci degli Stati membri e un più stretto coordinamento delle politiche economiche. Pur non potendo soffermarsi in questa sede su ognuno di questi provvedimenti, tra quelli più rilevanti vanno ricordati il semestre europeo, il c.d. *six pack*, il patto euro-plus ed il trattato sulla Stabilità, il coordinamento e la *governance* finanziaria nell'Unione economica (c.d. *Fiscal Compact* o patto di bilancio).

Il semestre europeo introdotto nel settembre 2010²⁶ risulta fra i primi strumenti adottati per creare una maggiore sorveglianza integrata di tipo preventivo fra priorità economiche e bilanci degli Stati. Ad esso hanno poi fatto seguito il Patto Euro Plus nel marzo 2011²⁷ volto ad impegnare gli Stati sottoscrittori ad adottare tutte le misure per sostenere la competitività e l'occupazione nonché la sostenibilità delle finanze pubbliche attraverso la stabilità finanzia-

²⁵ In questo senso S. AMOROSINO, *Le banche e la crisi economica: concorrenza, regolazioni ed aiuti di stato*, in G. COLOMBINI, M. PASSALACQUA, *Mercati e banche...*, op. cit., 469 ss.

²⁶ Deciso dal Consiglio Ecofin del 7 settembre 2010 con decorrenza dal gennaio 2011.

²⁷ Deliberato dal Consiglio Europeo del 24 e 25 marzo 2011, Doc. EUCO 10/1/11 REV 1.

ria ed il c.d. *six pack* (composto da 5 direttive ed un regolamento) che introducono maggior rigore e standard minimi per le finanze pubbliche²⁸. Infine le previsioni del *six pack* sono state rafforzate nel maggio 2013 con l'entrata in vigore del c.d. *two pack* che impone agli Stati di sottoporre alla Commissione il progetto di bilancio²⁹. Attraverso questi provvedimenti sono state definite nuove linee guida economiche per l'area euro ed è stata introdotta una nuova procedura di sorveglianza macroeconomica e di *enforcement*, la c.d. procedura per gli squilibri macroeconomici, basata su un meccanismo di prevenzione – reazione in tre fasi: *l'early warning* volto all'individuazione precoce degli squilibri macroeconomici sulla base di una serie di indicatori; l'adozione di preventive raccomandazioni in presenza di un accertato squilibrio, ed infine misure esecutive di correzione basate su un sistema di sanzioni laddove necessario³⁰. Il sistema adottato appare interessante perché basato su un meccanismo che dovrebbe “procedere quasi in automatico” fra le fasi previste e può consentire di arrivare rapidamente alla comminazione di sanzioni³¹. Infatti la ratio di questo sistema è proprio quella di avere a disposizione un meccanismo di intervento rapido sia nell'individuazione preventiva di vicende problematiche che in quella successiva di correzione evitando così il verificarsi di eventi quali quelli verificatisi ad inizio crisi (basti pensare alla vicenda greca).

Da ultimo, a completare il quadro descritto, si è aggiunto il Fiscal Compact, adottato nel Consiglio europeo del marzo 2012³², che ha introdotto uno stretto collegamento fra le mi-

²⁸ Il c.d. *six-pack* è entrato in vigore il 13 dicembre 2011 si componeva del Reg. 1173/2011 relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio della zona euro; del Reg. 1174/2011 sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; Reg. 1175/2011 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Reg. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici; Reg. 1177/2011 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi e della direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri.

²⁹ Il c.d. *two pack* si componeva del Reg. 472/2013 sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria e del Reg. 473/2013 sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro.

³⁰ Il reg. 1174/2011 prevede l'applicazione di sanzioni agli Stati che non abbiano adottato le misure correttive previste e la cui inadempienza sia stata accertata con decisione del Consiglio. Già nel 2012 e nel 2013 la Commissione ha compiuto un'analisi approfondita su 12 paesi il primo anno e 13 il secondo senza poi dare corso alle fasi successive della procedura. Nel 2014 su 28 paesi 16 sono oggetto di indagine (Belgio, Bulgaria, Croazia, Francia, Danimarca, Germania, Italia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Finlandia, Regno Unito, Spagna, Slovenia, Svezia e Ungheria) e 3 fra i quali l'Italia (gli altri sono Croazia e Slovenia) presentano squilibri eccessivi. Per un approfondimento si veda il Rapporto 2014 sugli squilibri macroeconomici, redatto da Camera e Senato italiani e rep. sui relativi siti nonché la Comunicazione della Commissione del 5 marzo 2014, COM(2014) 150, sui *Risultati degli esami approfonditi ai sensi del Reg. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzioni degli squilibri macroeconomici*.

³¹ Proprio recentemente nel caso di Italia e Francia il meccanismo non ha funzionato in modo automatico come la sua struttura faceva pensare.

³² I paesi firmatari sono stati 25 non hanno sottoscritto Regno Unito e Repubblica ceca. Il testo è frutto del lavoro di un apposito gruppo presieduto dal direttore del tesoro lussemburghese e vice-presidente del Comita-

sure in esso contenute e la possibilità di accedere all'ESM. Infatti si stabiliva che la garanzia dell'assistenza nel quadro dei nuovi programmi previsti dall'ESM fosse condizionata dal marzo 2013 alla ratifica del Fiscal Compact³³.

In realtà l'adozione del Fiscal Compact è risultata più complicata del previsto per il ricorso tedesco presentato al *Bundesverfassungsgericht* per una presunta incostituzionalità riguardo i potenziali oneri aggiuntivi per il bilancio tedesco al di fuori di ogni possibile controllo da parte del Bundestag. Sul punto la Corte tedesca si è pronunciata il 12 settembre 2012 stabilendo che, pur con precisazioni in sede di ratifica, non sussistevano elementi ostativi alla ratifica in quanto il MES comportava per la Germania una responsabilità finanziaria limitata³⁴. Va sottolineato come la decisione della Corte tedesca sia solo l'ultima di una lunga serie di pronunce che hanno riguardato i diversi strumenti adottati per contrastare la crisi e che hanno visto coinvolti oltre al Tribunale costituzionale tedesco anche quello francese, la Corte Costituzionale portoghese, la Corte suprema irlandese e quella estone³⁵.

Tutti i provvedimenti o pacchetti di provvedimenti citati si sono succeduti in un breve arco di tempo (principalmente fra la fine del 2010 e l'inizio del 2013) ed hanno cercato di intervenire ex-ante rendendo maggiormente efficace il sistema di controlli preventivi sull'andamento economico e finanziario degli Stati membri nonché imponendo un rapido percorso di assestamento dei bilanci statali introducendo soglie da rispettare per il debito pubblico e ritmi di rientro dal debito per gli Stati che già superano la soglia prevista (come stabilito dal Fiscal Compact)³⁶. Essi hanno dato vita ad una profonda modifica dell'assetto di sorveglianza preesistente, collocandosi come misure permanenti, ridisegnando e ridimensionando i margini di azione delle politiche nazionali in ambito economico-finanziario, prevedendo l'applicazione di sanzioni in caso di mancato rispetto dei vincoli imposti e delineando un percorso per i prossimi anni basato sul rigore per uscire dalla crisi.

Le misure descritte sono state accompagnate anche dal ricorso ad interventi di forte *moral suasion* nei confronti degli Stati come dimostra ad es. la spinta a recepire la previsione

to economico e finanziario e poi negoziato in sede di Euro Gruppo e Consiglio Ecofin del 23 e 24 gennaio 2012. Il Trattato è composto da un preambolo e 16 articoli.

³³ Si tratta di una correlazione la cui previsione è stata fortemente voluta dalla Germania per consentire il ricorso all'assistenza finanziaria del MES solo agli Stati che avessero adottato regole stringenti in materia di disciplina di bilancio.

³⁴ Sul punto in particolare P. RIDOLA, "Karlsruhe locuta causa finita?" *il Bundesverfassungsgericht, il Fondo Salva-Stati e gli incerti destini della democrazia federalista in Europa*, 2012, in www.federalismi.it; A. DI MARTINO, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo europeo di stabilità e sul fiscal compact*, 2012, ibidem; F. PEDRINI, *Le "cautele" di Karlsruhe in ordine al Fondo "salva Stati" (commento alla sentenza del Tribunale Costituzionale del 12 settembre 2012)*, in *Quad. Cost.*, 2012, 894 ss.; G. RIVOCCHI, *Il Trattato sul MES e il Fiscal Compact al vaglio del Tribunale Costituzionale Federale e della Corte di Giustizia*, ibidem, 478 ss.

³⁵ Sul punto in particolare F. DONATI, *La crisi dell'euro fra Corti Costituzionali e Corte di Giustizia*, in www.federalismi.it n.17 del 17/09/2014.

³⁶ L'art 4 del Fiscal Compact impone agli Stati aderenti il mantenimento del rapporto tra debito pubblico e PIL entro la soglia del 60% e in caso di sfioramento impone di ridurre l'eccedenza ad un ritmo medio di un ventesimo (cioè del 3%) all'anno pena l'attivazione della procedura per disavanzo eccessivo.

del pareggio di bilancio in forme fortemente vincolanti, preferibilmente di rango costituzionale (cosa che ha portato molti Stati, fra i quali l'Italia, al suo inserimento in Costituzione³⁷).

A fianco di questi interventi che rientrano nella sfera degli interventi "ordinari" sia per i soggetti che li hanno posti in essere che per il modo in cui esplicano la loro efficacia sono da collocare anche misure di tipo non convenzionale realizzate dalla BCE attraverso specifici programmi di intervento volti a supportare gli Stati maggiormente colpiti dalla crisi dei debiti sovrani.

3.1.1. I programmi di intervento della BCE: Covered Bond Purchase Programme, Securities Market Programme e Outright Monetary Transactions

Gli interventi della BCE sono stati realizzati attraverso l'adozione di differenti programmi messi in campo durante le diverse fasi della crisi, cioè il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), il *Securities Market Programme* (SMP) e le *Outright Monetary Transactions* (OMT)³⁸. È utile fare riferimento a tutti e tre i programmi sia per avere "una fotografia" dell'evoluzione dell'intervento e dell'importanza dell'azione svolta dalla BCE in questo periodo sia perché, come dimostra il CBPP, vengono ancora utilizzati.

Il CBPP è stato utilizzato 3 volte in questi anni. Il primo intervento, denominato CBPP1 risale al 4 giugno 2009³⁹ quando la BCE, di fronte al grave rischio di solvibilità di diversi paesi e conseguentemente di stabilità dell'area euro, aveva varato il programma con la finalità di "*revive the market, in terms of liquidity, issuance and spreads*"⁴⁰. Il secondo, CBPP2, è stato annunciato nell'ottobre 2011 con durata da novembre 2011 ad ottobre 2012 ed infine proprio nell'ottobre 2014 è stato annunciato un terzo programma, CBPP3. La particolarità di quest'ultimo, che ha una durata prevista di due anni risiede nel fatto che, pur non

³⁷La previsione della regola del pareggio di bilancio come disposizione da recepire a livello nazionale era già prevista nel patto Euro Plus anche se non come impegno giuridicamente vincolante.

Sull'inserimento del pareggio di bilancio nella Costituzione italiana esiste una vasta letteratura fra gli altri: R. DICKMANN, *Le regole della governance economica europea e il pareggio di bilancio in Costituzione*, 2012, www.federalismi.it; P. BILANCIA, *La nuova governance dell'Eurozona e i "riflessi" sugli ordinamenti nazionali*, 2012, *ibidem*; C. GOLINO, *Gli effetti e le prospettive del principio di pareggio di bilancio fra dimensione "globale", Unione Europea e ordinamento nazionale*, 2013, www.giustamm.it; C. BUZZACCHI, *Equilibrio di bilancio "versus" autonomie e "stato sociale"*, in *Amministrare*, 2014, 49 ss.; G. DELLA CANANEA, "*Lexfiscalis*" europea, in *Quad. Cost.*, 2014, p.7ss.; T.F. GIUPPONI, *Il principio costituzionale dell'equilibrio di bilancio e la sua attuazione*, *ibidem*, p. 51 ss.

³⁸Oltre ai programmi indicati la BCE ha utilizzato anche operazioni di rifinanziamento a lungo termine del dicembre 2011 e febbraio 2012 (*Long term refinancing operation* –LTRO) dirette a supportare la crisi di liquidità delle banche.

³⁹La durata è stata dal luglio 2009 al giugno 2010.

⁴⁰Keynote address, J. Trichet, Università di Monaco, 13 luglio 2009, rep. sul sito www.ecb.int. Per un approfondimento sui covered bond e sul programma di rinvia a ECB, *Covered Bond in the Eu Financial System*, dicembre 2008, rep. sul sito www.ecb.europa.eu e J. BEIRNE, L. DALITZ, J. EJSING, M. GROTHE, S. MANGANELLI, F. MONAR, B. SAHER, M. SUSEC, J. TAPKING, T. VONG, *The impact of the eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, *Occasional paper series*, gennaio 2011, rep. sul sito www.ssrn.com.

essendoci un'indicazione preventiva degli acquisti, il tetto massimo previsto risulta maggiore rispetto ai precedenti⁴¹.

Nel 2010 è stato adottato il *Securities Market Programme* (SMP) per l'acquisto sul mercato secondario di titoli di stato dei paesi dell'eurozona in difficoltà con la finalità di fornire liquidità ristabilendo appropriati meccanismi di trasmissione monetaria per raggiungere una stabilità dei prezzi nel medio periodo⁴². Già questa scelta aveva sollevato non poche perplessità sia di tipo "politico" che giuridico. Infatti il programma di acquisto di obbligazioni rappresentava una sorta di salvataggio di paesi che non avevano rispettato i vincoli economico-finanziari previsti a livello europeo e generava qualche dubbio rispetto alle previsioni dell'art. 125 TFUE ed alla clausola del *no-bail out* pur non configurandosi come una vera e propria assunzione di debito⁴³.

In questo quadro il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea il 2 agosto 2012 annunciava di voler ricorrere anche alle OMT sui mercati secondari dei debiti sovrani⁴⁴. Tale scelta rileva per due ordini di motivi.

Il primo è che siamo di fronte a misure non convenzionali delle quali la BCE disponeva fin dal 1999 ed alle quali però è stato fatto ricorso per la prima volta proprio durante la crisi vista la gravità della situazione e la necessità di contrastare le forti tensioni sui mercati finanziari. Esse, pur non essendo strumenti creati appositamente per fronteggiare la crisi, sono diventati un'arma rilevante per contrastare le tensioni sui mercati finanziari quando le misure "convenzionali" sembravano ormai insufficienti.

Infatti, come riconosciuto dalla stessa BCE, nel consiglio del 2 agosto hanno la specifica finalità di "*safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy*".

Il secondo motivo è che tali misure erano destinate, almeno nelle intenzioni iniziali, a rimanere temporanee⁴⁵ visto che l'acquisto delle obbligazioni sui mercati secondari da parte della BCE doveva essere limitata nel tempo (periodo individuato dalla stessa BCE) e riguardare titoli a breve/medio termine (1-3 anni) degli Stati in difficoltà⁴⁶. L'acquisto era accompa-

⁴¹ Nel CBPP1 e CBPP2 il tetto fissato era rispettivamente di 60 e 40 miliardi di euro anche se secondo è stato bloccato dopo 16 miliardi di acquisti. Il CBPP3 ha un tetto di 70.

⁴² Decisione della BCE n. 5/2010 del 14 maggio 2010, *GU L* 124 del 20 maggio 2010.

⁴³ Sul punto in particolare F. CAPRIGLIONE, M. SEMERARO, *Financial crisis and sovereign debt: The European Union between risks and opportunities*, 2012, p. 52, rep. sul sito www.ssrn.com.

⁴⁴ Sulle OMT si vedano in particolare A.U. BELKE, *Non standard monetary policy measures – magic wand or tiger by the tail?*, ottobre 2013, rep. sul sito www.ssrn.com, S. ANTONIAZZI, *L'Unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2014, 359 ss.

⁴⁵ Sulla volontà della BCE di far emergere la temporaneità di questi interventi si veda in particolare T. BEUKERS, *The new ECB and its relationship with the eurozone member states: between central bank independence and central bank intervention*, in *CMLR*, 2013, 1579 ss.

⁴⁶ L'adozione delle OMT era stata preceduta dalla dichiarazione del governatore Draghi che la BCE era intenzionata a salvaguardare l'euro con ogni mezzo (discorso di M. Draghi del 26 luglio 2012 alla *Global Investment Conference*).

Gli acquisti non avevano preventivi limiti quantitativi.

gnato dalla pubblicazione nel settembre 2012 delle caratteristiche tecniche e dall'indicazione, come condizione per il sostegno, dell'impegno a sottoscrivere un programma di risanamento e di riforme economiche⁴⁷.

In realtà l'insieme dei programmi risulta potenzialmente in grado di coprire un arco temporale tutt'altro che temporaneo e crea dubbi in primo luogo sugli effetti che possono generarsi visto il perdurare della crisi e in secondo luogo, sull'utilizzo stesso di questi strumenti per la scarsa trasparenza che connota le operazioni di acquisto (in particolare in relazione alle percentuali di obbligazioni dei singoli paesi che venivano acquistate ed ai criteri utilizzati per selezionare gli acquisti). Per di più le OMT erano prive di limiti predefiniti sull'entità degli acquisti da effettuare.

Per questi motivi, così come avvenuto per il Fiscal Compact, in particolare riguardo alle OMT, il Tribunale Costituzionale Federale tedesco ha chiesto alla Corte di Giustizia di pronunciarsi ritenendo che gli acquisti di titoli dei paesi in difficoltà avrebbero potuto generare perdite per la BCE con conseguenti possibili oneri aggiuntivi per gli Stati membri azionisti della BCE stessa fra i quali la Germania⁴⁸. Peraltro nell'ordinanza del 14 gennaio 2014 il Tribunale tedesco aveva sollevato dubbi anche sulla compatibilità delle OMT con il mandato di politica monetaria della BCE ritenendo che esse potessero essere considerate estranee a tale mandato invadendo così le competenze degli Stati membri in materia di politica economica.

La domanda di pronuncia è strettamente legata alla particolarità di questi strumenti che intervengono ex-ante e presentano particolari caratteri sia per l'assenza di precedenti nella storia dell'Eurozona sia per la stretta correlazione che creano fra sostegno finanziario offerto dalla BCE e sviluppo delle politiche economiche nazionali. Infatti si genera un collegamento tra il supporto concesso e le misure di riforma strutturali da attuare da parte degli Stati membri nei prossimi anni. In questo senso è innegabile che il ricorso alle OMT ha rappresentato e rappresenta un incremento "dell'ingerenza" della BCE nella politica economico-finanziaria degli Stati membri.

⁴⁷ Si veda il sito della BCE rispettivamente www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html e [press/pressconf/2013/html/is130704.en.html](http://press.pressconf/2013/html/is130704.en.html).

⁴⁸ Si tratta della domanda di pronuncia pregiudiziale proposta il 10 febbraio 2014, causa C-62/14, *Gauweiler e a.*, rep. sul sito della Corte.

Sul tema in particolare L. FANTACCI, A. PEPETTI, *Il debito dell'Europa con se stessa. Analisi e riforme della governance europea di fronte alla crisi*, www.costituzionalismo.it, luglio 2013; A. DE MARTINO, *Le outright monetary transactions tra Francoforte, Karlsruhe e Lussemburgo. Il primo rinvio pregiudiziale del BVEFRG*, www.federalismi.it, fasc. 4, 2014, 15 ss.; F. BASSAN, *Le operazioni non convenzionali della BCE al vaglio della Corte Costituzionale tedesca*, in *Riv. Dir. Int.*, 2014, 361 ss.; J. LUTHER, *Il rinvio pregiudiziale di Karlsruhe sui poteri della BCE*, in *Quad. Cost.*, 2014, 422 ss.; G. RIVOSECCHI, *Il Meccanismo europeo di stabilità e il Fiscal Compact tra Karlsruhe e Lussemburgo*, ibidem, 425 ss.; R. CAPONI, *Salvaguardare l'euro con ogni mezzo? Il primo rinvio pregiudiziale della Corte Costituzionale tedesca*, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, 469 ss.; F. MAYER, *Rebels without a cause? A critical analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference*, in *German Law Review*, 2014, 111 ss.; EDITORIAL COMMENTS, *An unintended side-effect of Draghi's bazooka: an opportunity to establish a more balanced relationship between the ECJ and member State's highest courts*, in *CMLR*, 2014, 375 ss.

Sulla questione sono da segnalare due recentissimi sviluppi: il primo relativo alla decisione della BCE di avviare un nuovo programma di intervento, il *Quantitative Easing*⁴⁹, ed il secondo corrispondente alla pubblicazione delle conclusioni dell'Avv. Generale Cruz Villalon nella causa relativa all'OMT.

La BCE, quindi, ha deciso di proseguire nella sua azione di contrasto alla crisi attraverso l'adozione di un altro programma e, alla luce di quanto sostenuto dall'Avv. Generale nella causa relativa alle OMT, questo tipo di azioni sono pienamente legittime e non eccedono il suo mandato. Infatti secondo Villalon, le misure non convenzionali come le OMT possono essere legittimamente adottate dalla BCE come strumenti di politica monetaria con l'unico vincolo dell'esistenza di circostanze eccezionali che ne giustifichino l'utilizzo e la diffusione di tutte le relative informazioni che permettano anche un'eventuale valutazione successiva da parte del giudice sulla loro proporzionalità⁵⁰. Tali conclusioni, se confermate dalla Corte, risultano molto importanti in quanto non "travolgono" quanto finora fatto dalla BCE e viceversa le consentono di continuare a svolgere un ruolo centrale nell'attuale crisi portando avanti sia i programmi già avviati che quelli appena decisi senza ulteriori dubbi sulla legittimità della sua azione.

3.2. Cenni sulla nozione di regolazione ex-post

Fra gli interventi adottati a seguito della crisi finalizzati ad evitare rischi di insolvenza è possibile ritrovare anche misure definibili attraverso la nozione di regolazione ex-post. In questo caso prima di procedere all'analisi dei casi, diversamente da quanto fatto per la regolazione che di norma è ritenuta ex-ante ampiamente definita e trattata in dottrina⁵¹, può essere utile precisare che cosa può essere inteso come regolazione ex-post. Questo tipo di regolazione, come anticipato, non consiste di misure dirette a prevenire o rendere possibile il verificarsi di determinate situazioni (nel nostro caso prevenire rischi di insolvenza dei debiti sovrani, rischi derivanti dalla crisi finanziaria, ecc.) bensì di misure che intervengono per limitare il prodursi di effetti negativi quando la regolazione ex-ante non è riuscita ad evitare che l'evento si verificasse. "L'essenza" di questo tipo di regolazione sta proprio nel presupposto che la regolazione preventiva non sia in grado di prevedere e prevenire il verificarsi di tutti i

⁴⁹ La riunione del board della BCE del 22 gennaio 2015 ha approvato il *Quantitative Easing* con durata prevista da marzo 2015 fino a settembre 2016. Nell'ambito di tale programma la BCE acquisterà 60 miliardi al mese di titoli di Stato Europei sul mercato secondario in modo da "inserire" moneta sui mercati per favorire una ripresa delle economie dei paesi europei.

⁵⁰ I punti 166 e 167 delle Conclusioni pubblicate il 14 gennaio 2015 stabiliscono che "*It is essential that the ECB starts by identifying the exceptional and extraordinary circumstances that led it to adopt an unconventional measure such as the one with which we are concerned here*" e che fornisca tutte le informazioni specifiche sulle condizioni del mercato e i problemi relativi ai canali di trasmissione della moneta. Ciò è necessario in quanto "*Those criteria will have to be scrupulously observed by the ECB, as they form the essential basis for any subsequent judicial review*" (p. 168).

⁵¹ Per una ricostruzione del concetto di regolazione si rinvia in particolare a R. BALDWIN, C. SCOTT, C. HOOD, *A reader on regulation*, Oxford university press, 1998, p.2 ss.; R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE, *Understanding regulation*, Oxford University press, 2012, p. 40 ss.

potenziali rischi. Ciò significa che per dare effettività a tali regole o raggiungere gli obiettivi da esse perseguiti può essere necessario disporre di strumenti che consentano di intervenire efficacemente ed in modo coordinato anche a valle limitando così le conseguenze negative. Perciò lo strumento regolatorio interviene in un momento successivo allo svolgimento dei fatti ed assume una valenza quasi di verifica e “parziale correzione” degli effetti che si sono prodotti. Da qui l’idea di definire questa tipologia di azioni come “regolazione ex-post”⁵². Peraltro evidenziare una compresenza tra strumenti di regolazione ex-ante e di regolazione ex-post significa confermare la complessità della nozione di regolazione più volte sottolineata ed evidenziare come la regolazione stessa agisca con modalità assai diversificate⁵³.

3.2.1. Qualche esempio di regolazione “ex-post”: assistenza finanziaria, Collective Action Clauses (CAC) e meccanismo di “bail in”

Per comprendere meglio quanto appena detto può essere interessante soffermarsi su alcuni meccanismi di azione riconducibili alla categoria di regolazione ex-post. Due interventi sono contenuti nel Trattato MES e riguardano la sostenibilità dei debiti sovrani. Il primo concerne l’assistenza finanziaria per il sostegno alla stabilità che può essere offerta dal MES in diverse forme (assistenza finanziaria precauzionale e per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, prestiti e sostegno al mercato primario e secondario⁵⁴ esaminati al paragrafo 1.2.). Il secondo è offerto dalle previsioni contrattuali denominate clausole di azione collettiva (Collective Action Clauses - CAC⁵⁵) che consentono una modifica dei termini e delle condizioni dei titoli di stato attraverso un accordo fra emittente del titolo (e quindi uno Stato membro) ed una percentuale predefinita di investitori che possiedono quel titolo. Se si raggiunge la percentuale indicata l’effetto automatico è la modifica delle condizioni per tutti gli investitori che possiedono il titolo. Le modifiche apportabili sono di diverso tipo a seconda che riguardano materie riservate (elementi fondamentali del rilascio) o non riservate (cambiamenti di data del pagamento - ristrutturazione, *haircut*, nuove condizioni di pagamento, ecc.)⁵⁶.

Il terzo strumento a cui si può fare riferimento è il c.d. *bail in* che riguarda la risoluzione delle crisi bancarie ed è disciplinato da una direttiva recentemente approvata. Quest’ultimo come vedremo nel paragrafo successivo merita particolare attenzione perché

⁵² Sulla distinzione fra regolazione ex ante ed ex post si veda in particolare A. POLICE, *Regolazione ex ante, Public Enforcement ed ordine del mercato “in tempi difficili”*, in G. COLOMBINI, M. PASSALACQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi*, op. cit., 29 ss.

⁵³ Sul punto esiste una letteratura molto vasta ben sintetizzata da V. PAMPANIN, *Contributo a una definizione della regolazione (caratteri distintivi e ambito di pertinenza)*, in *Il dir. ec.*, 2010, p. 111 ss.

⁵⁴ Si tratta delle previsioni contenute negli art. 14-18 del Trattato MES.

⁵⁵ Sulle CAC in particolare M. BRADLEY, G. MITU GULATI, *Collective Action Clauses for the Eurozone: an empirical analysis*, 2013, rep. sul sito ssrn.com; M. COMMITTERI, F. SPADAFORA, *You never give me your money? Sovereign debt crises, collective action problems and IMF Lending*, 2013, ibidem e A. BARDOZZETTI, D. DOTTORI, *Collective Action Clauses: How do they weigh on sovereigns*, Working papers Banca d’Italia, gennaio 2013, rep. sul sito www.bancaditalia.it.

⁵⁶ Per un approfondimento sul punto I. TIRADO, *Sovereign insolvency in the Euro Zone public and private law remedies*, 2012, rep. sul sito www.ssrn.com, p.15.

può essere classificato in diversi modi a seconda del parametro preso in considerazione (durata, efficacia, ecc.) e quindi è necessario chiarire perché si è scelto di collocarlo fra le misure di regolazione ex-post.

3.2.1.1. Le CAC

Le CAC sono state introdotte dal Trattato MES che sottolineava come “al fine di tutelare la liquidità dei mercati saranno inserite nelle modalità e nelle condizioni di emissione di tutte le nuove obbligazioni emesse dagli Stati della zona euro clausole d’azione collettiva identiche e in formato standard” (cons.11).

Quindi la finalità principale è quella di consentire, laddove si renda necessario⁵⁷, di intervenire su un debito sovrano in modo più “ordinato” ed efficace e prendendo “in considerazione una forma adeguata e proporzionata di partecipazione del settore privato”⁵⁸.

Le CAC sono state inserite obbligatoriamente, a partire dal 1° gennaio 2013, in tutti i titoli di stato di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno ed in linea generale si potrebbe dire che consentono ad una maggioranza qualificata di investitori di modificare i termini di pagamento di un titolo in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori del titolo stesso⁵⁹.

L’aspetto rilevante per la nostra analisi è proprio l’opportunità di individuare un meccanismo trasparente e chiaro di intervento anche per gli investitori. Il loro inserimento obbligatorio secondo un modello unico standardizzato è in grado di garantire effetti giuridici identici in tutta l’area euro e creare una modalità stabile di coinvolgimento dei privati nelle ristrutturazioni.

Il meccanismo insito nelle CAC può risultare molto utile nel caso in cui si presentino le condizioni per le quali è necessario procedere ad una ristrutturazione. Una dimostrazione in tal senso può essere fornita proprio dal caso Grecia⁶⁰. Infatti, pur non essendo in quel caso previste in sede di emissione dei titoli e neppure a livello europeo come avvenuto successivamente, il meccanismo utilizzato è stato proprio quello di modificare quanto previsto in sede di emissione introducendo in sostanza delle CAC ex-post, con efficacia retroattiva ba-

⁵⁷ Il considerando 12 fa riferimento a “casi eccezionali”.

⁵⁸ Considerando 12 del Trattato istitutivo MES.

⁵⁹ In Italia il Decreto ministeriale del Ministero dell’economia e delle finanze n. 96717 del 7 dicembre 2012 ha previsto che tutte le nuove emissioni di buoni del Tesoro poliennali e di certificati di credito del tesoro di ogni specie sono soggetti alle CAC che ne costituiscono parte integrante (art.1 co.1).

⁶⁰ Sul caso Grecia si veda in particolare S.J. CHOI, G. MITU GULATI, E.A. POSNER, *Pricing terms in sovereign debt contracts: a greek case study with implications for the European crisis resolution mechanism*, J.M. Olin Law & Economics Working paper, n. 541, febbraio 2011; N.L. GEORGAKOPOULOS, *Pyres, Haircuts, and CACs: Lessons from Greco-Multilateralism for creditors*, maggio 2012, rep. sul sito www.ssrn.com; M.GULATI, J. ZETTELMEYR, *Making a voluntary greek debt exchange work*, 2012, ibidem; A.C. PORZECANSKI, *Behind the Greek default and restructuring 2012*, dicembre 2012, ibidem; F. VILLATA, *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l’optio iuris*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO, *La crisi del debito sovrano dei paesi dell’area euro*, Torino, Giappichelli, 2013, 107 ss.

Una situazione di coinvolgimento dei privati si è verificata successivamente anche nel caso Cipro.

sate su un sistema di voto con una alta maggioranza che, se raggiunta, modificava le condizioni delle obbligazioni sottoscritte in modo vincolante per tutti gli obbligazionisti⁶¹.

In realtà questo strumento regolatorio se da un lato offre il vantaggio appena esposto e conseguentemente quello di esercitare un effetto “calmierante” rispetto allo spread, dall’altro presenta anche dei rischi perché, rendendo più semplice procedere ad una ristrutturazione, potrebbe indurre a raggiungere anche posizioni di indebitamento elevate contando poi sul ricorso alle CAC. A tale rischio possono poi sommarsi quelli di un taglio eccessivo nel rimborso dei titoli e di discriminazione fra investitori (problema emerso ad esempio nel caso Grecia in relazione alle diverse informazioni ed alle diverse possibilità avute dai singoli risparmiatori rispetto agli altri detentori dei medesimi titoli).

Oltre ai possibili vantaggi/svantaggi va messo in evidenza anche un altro aspetto di tipo generale e che riguarda i soggetti verso i quali sono diretti i diversi strumenti adottati. Le CAC infatti consentono il coinvolgimento degli investitori privati in caso di crisi di un debito sovrano. Ciò significa che, attraverso il loro inserimento generalizzato, a partire dal 2013 è possibile affermare che le misure introdotte per fronteggiare la crisi e ridurne il potenziale in futuro sono indirizzate agli Stati, alle banche (anche attraverso meccanismi di maggiore coordinamento e controllo) ed anche verso ai privati. Quest’ultimo aspetto appare particolarmente interessante in quanto evidenzia l’affermarsi di un orientamento opposto a quello diffuso agli inizi della crisi. Allora l’eventuale partecipazione dei privati a processi di ristrutturazione veniva vista con una certa ostilità da parte degli Stati membri per i rischi che poteva determinare sul collocamento dei nuovi titoli nel medio-lungo periodo.

3.2.1.2. Il salvataggio delle banche e il c.d. meccanismo di “bail-in”

Il c.d. *bail-in* è stato recentemente introdotto dalla direttiva 2014/59/UE sull’armonizzazione delle procedure per la risoluzione delle crisi bancarie⁶². La ratio della sua istituzione risiede nella volontà di mettere a disposizione degli Stati un’opzione alternativa per il sostegno alle banche rispetto al solo utilizzo del denaro pubblico. In questo senso il *bail-in* è diretto a contribuire alla soluzione di eventuali crisi bancarie facendo partecipare alla

⁶¹ Il 23 febbraio 2012 con il c.d. *Greek Bondholder Act* (così denominato nel comunicato del 24 febbraio 2012 presente sul sito del Ministero delle finanze Greco) si stabiliva che per i titoli emessi prima del 31 dicembre 2011 (pari all’85% del totale) era possibile modificare le condizioni del prestito obbligazionario a maggioranza.

Sul punto in particolare J. ZETTELMEYR, C. TREBESCH, G. MITU GULATI, *The greek debt restructuring: an autopsy*, 2013, e T. SIMMONS, *The new greek bonds: more than meet the Eye*, 2013 entrambi rep. sul sito www.ssrn.com e W. MARK, C. WEIDEMAIER, G. MITU GULATI, *A people’s history of Collective Action Clauses*, in *Virginia Journal of International Law*, 2014, p.51 ss. rep. anche sul sito scholarship.law.duke.edu.

⁶² Direttiva del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE, 2013/36/UE e i regolamenti Ue n. 1093/2010 e 648/2012 del parlamento europeo e del Consiglio in GUUE L173/190 del 12 giugno 2014.

La direttiva si inserisce nel più ampio progetto di Unione bancaria basato su tre pilastri: il *Single Resolution Mechanism* (reg. 1024/2013), il *Single Supervisory Mechanism* ed il sistema di garanzia unica dei depositi. Per un approfondimento sul tema E. BARUCCI, M. MESSORI (a cura di), *Towards the European Banking Union*, Passigli Editore, 2014.

copertura delle perdite anche azionisti, obbligazionisti e creditori delle banche stesse senza dover ricorrere, come avvenuto in questi anni (si veda in questo senso quanto detto al paragrafo 1.3.) ad operazioni di salvataggio attraverso un massiccio utilizzo di risorse pubbliche⁶³. Tali aspetti sono ben evidenziati nella direttiva istitutiva laddove si afferma che “Un regime efficace dovrebbe ridurre al minimo i costi della risoluzione di un ente in dissesto sostenuti dai contribuenti e assicurare che la risoluzione di enti di rilevanza sistemica sia possibile senza mettere a repentaglio la stabilità finanziaria. Con lo strumento del *bail-in* si consegue tale obiettivo garantendo che gli azionisti e creditori dell’ente in dissesto sostengano perdite adeguate e si facciano carico di una quota adeguata dei costi”⁶⁴.

L’intervento deve essere realizzato secondo una procedura complessa descritta dalla stessa direttiva e che seleziona sia la parte di debito che può essere oggetto di *bail-in* che le modalità di esercizio dei poteri di svalutazione e conversione (in particolare per quanto concerne la ripartizione delle perdite)⁶⁵.

Questo strumento viene utilizzato, una volta accertata una situazione di crisi, per cercare di ridurne gli effetti. Proprio facendo riferimento al momento nel quale deve esercitare la sua azione, cioè a seguito dell’accertamento di una crisi, si è deciso di collocarlo fra le misure di regolazione ex-post. La sua collocazione in tale ambito risulta interessante anche per un altro motivo e cioè per una certa analogia con le CAC descritte nel paragrafo precedente.

Gli elementi comuni riguardano principalmente la fase nella quale questi strumenti esplicano la loro efficacia, il coinvolgimento dei soggetti privati (attraverso una partecipazione alle perdite) nella ristrutturazione di debiti sovrani o nella risoluzione di crisi bancarie e la difficoltà di classificare la base giuridica in base al quale si producono gli effetti per risparmiatori/azionisti/creditori. Il primo aspetto può essere considerato assorbito nella trattazione del concetto di regolazione ex-post mentre può essere utile soffermarsi sugli altri due.

La volontà di prevedere forme di coinvolgimento dei privati come anticipato per le CAC risulta una diretta conseguenza di quanto verificatosi con la crisi ed in particolare del notevole ricorso alle risorse pubbliche sia per sostenere i debiti sovrani che le banche. Per evitare il ripetersi di soluzioni analoghe a livello europeo è stato deciso di introdurre sistemi che consentissero di “far partecipare” anche i soggetti privati. In proposito va evidenziato come questo elemento venga fortemente sottolineato nel caso del *bail-in* anche attraverso la scelta del linguaggio usato. Il considerando sopra citato sottolinea infatti che la previsione di questo strumento impone “perdite adeguate” e ribadisce la necessità per creditori ed azionisti di farsi carico di “una quota adeguata” dei costi.

⁶³ Per avere un’idea della quantità di risorse pubbliche impiegate per sostenere le banche basti pensare che nel periodo 2008-2012 sono stati utilizzati 591.9 bilioni di euro pari al 4,6% del PIL europeo 2012. Sul punto in particolare G. LO SCHIAVO, *State aids and credit institutions in Europe: what way forward?*, in *EBLR*, 2014, 427 ss.

⁶⁴ Considerando 67 della direttiva 2014/59/Ue.

⁶⁵ La disciplina del *bail-in* è prevista alla sezione 5 (art. 43 e ss.) della direttiva 2014/59/Ue. In particolare l’art. 44 al paragrafo 2 indica le passività che non possono essere oggetto di poteri di svalutazione/conversione (ad es. i depositi protetti o i debiti verso dipendenti per retribuzioni o pensioni, ecc.)

Ben più complessa appare invece la questione relativa alla base che rende operative le conseguenze dei due strumenti (CAC e *bail-in*) e cioè se essa derivi da previsioni normative o contrattuali. Probabilmente la legittimazione degli effetti di tale intervento non è né totalmente normativa visto che non tutti gli aspetti del processo sono definitivi normativamente (si pensi ad es. agli aspetti di dettaglio relativi alla riduzione/cancellazione dei diritti dei creditori) né esclusivamente contrattuale. In effetti si può ipotizzare che la base sia rappresentata da un sistema combinato dei due elementi. A sostegno di tale impostazione può essere richiamato quanto previsto nella stessa direttiva 2014/59/UE laddove stabilisce che gli Stati membri impongono agli enti coinvolti l'inclusione di "una clausola contrattuale mediante la quale il creditore o la parte dell'accordo che crea la passività riconosce che ad essa si possono applicare la svalutazione, la conversione e i poteri di modifica della scadenza dei titoli di debito (...) e accetta di essere vincolato da qualsiasi svalutazione del capitale o dell'importo ancora non corrisposto, conversione o cancellazione effettuate da un'autorità di risoluzione (...)"⁶⁶.

4. Qualche spunto per una riflessione sul tema

Gli interventi descritti nei paragrafi precedenti sono stati adottati per limitare gli effetti della recente crisi finanziaria ed i conseguenti rischi per l'intera Euro-zona e realizzare azioni il più possibile coordinate fra gli Stati. Ciò ha determinato l'adozione di molte misure in un ristretto arco temporale e con caratteristiche diverse.

L'individuazione di criteri di classificazione ed analisi diretti a sistematizzare gli interventi è risultata più complessa del previsto. Da qui la scelta di ricorrere ad una combinazione di criteri rispondenti alla natura ed all'efficacia dei provvedimenti assunti: i primi tesi ad evidenziare il carattere delle misure in base alla loro durata nel tempo ed ai possibili effetti nel lungo periodo; i secondi volti a mettere in luce il momento in cui i diversi interventi sono definiti ed esplicano la loro efficacia attraverso una distinzione fra misure di regolazione ex-ante ed ex-post. Questa classificazione ha consentito di analizzare gli effetti delle scelte compiute a livello europeo e di approfondire le caratteristiche delle due tipologie di regolazione. In questo senso la regolazione ex-ante, conforme alla nozione tradizionale di regolazione, può essere considerata diretta a prefigurare e introdurre misure di carattere generale volte ad influenzare eventi futuri e indirizzarne l'esito finale, in considerazione dell'insieme di informazioni raccolte anche grazie all'interazione, a diversi livelli, con gli *stakeholders* del settore. Diversa appare invece la genesi e il ruolo degli interventi regolatori che abbiamo ritenuto definibili come regolazione "ex-post".

⁶⁶ Art. 55 co.1 della direttiva 2014/59/UE.

In dottrina alcuni autori a riguardo hanno parlato di sistema ibrido costituito dalle due componenti. Si vedano in tal senso C. BATES, S. GLEESON, *Legal aspect of bank bail-ins*, in *LFMR*, 2011, 264 ss.; S. GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins*, *LSE Financial Markets Group Paper Series*, 2012, rep. sul sito www.lse.ac.uk e B.P.M. JOOSEN, *Bail in mechanisms in the bank recovery and resolution directive*, ottobre 2014, rep. sul sito www.ssrn.com.

Infatti la loro ratio risiede in esigenze particolari e nella necessità di intervenire in casi singoli. Ciò significa che siamo di fronte a misure pensate per rispondere a problemi specifici e per i quali la regolazione ex-ante non si sia rivelata pienamente efficace nel contrastare eventuali effetti negativi prodottisi non solo nel caso specifico ma che possono ripercuotersi con un effetto a catena anche nei settori di riferimento.

Pertanto questo tipo di strumenti, sebbene originati nell'orizzonte del singolo caso, sono generalmente destinati ad avere una portata più vasta e ad influenzare la risoluzione di altri casi in presenza di condizioni analoghe.

Se una simile ricostruzione e classificazione degli strumenti adottati a livello europeo può avere un senso ed essere in grado di dare conto delle diverse modalità e meccanismi di regolazione può essere ragionevole ipotizzare che il complesso degli interventi messi in atto dagli inizi della crisi finanziaria ed economica possa essere ascrivibile all'una o all'altra tipologia di regolazione.

Più in generale, la necessità di rispondere alle emergenze della crisi in uno scenario globalizzato nel quale le interdipendenze e interferenze tra gli attori dei mercati (in particolare di quelli finanziari) esclude ogni prevedibilità nella concatenazione degli eventi, come nel tipico caso delle crisi sistemiche. Questa constatazione può mettere in dubbio l'attualità di una definizione di regolazione intesa soltanto come fissazione di regole volte a disciplinare le attività economiche e l'operato degli attori in vista del perseguimento di determinati obiettivi (v. come esempio tipico la c.d. regolazione pro-competitiva e l'obiettivo di apertura di particolari mercati come quelli dei servizi). In questa prospettiva se l'analisi fin qui compiuta è condivisibile potrebbe offrire lo spunto per una riflessione più generale. Si tratterebbe di verificare se l'utilizzo di strumenti di regolazione specifici, nati come risposta a problemi posti da un singolo caso ma riutilizzabili per la risoluzione di casi analoghi, possa in qualche modo modificare la nozione tradizionale di regolazione e alcuni dei suoi caratteri distintivi. È questa, ovviamente, una considerazione che in questa sede può essere formulata soltanto come ipotesi per ulteriori indagini e futuri approfondimenti.

Infatti gli strumenti e interventi ricostruiti in questo lavoro, proprio per il loro carattere "sperimentale"⁶⁷ e talvolta "temporaneo", evidenziano alcune tendenze il cui esito finale non è allo stato attuale prevedibile.

In un'epoca caratterizzata da mutamenti rapidi anche i provvedimenti giuridici e le soluzioni in essi adottate sono soggetti a "rapida obsolescenza" e necessitano di costanti interventi "correttivi" funzionali a conservare la loro efficacia. Gli strumenti che vengono adottati tendono pertanto ad essere caratterizzati da crescente flessibilità accompagnata dalla necessità di "sperimentare" costanti revisioni nel corso della loro applicazione a causa della carenza di informazioni adeguate alla previsione di futuri sviluppi. In questo contesto si può rilevare come il regolatore mostri una tendenza ad agire secondo un elevato grado di flessibili-

⁶⁷ Tale definizione è formulata da S. RANCHORDAS, *Innovation-friendly regulation: the sunset of regulation, the sunrise of innovation*, rep. in una versione preliminare sul sito ssrn.it poi pubblicata in *Jurimetrics*, n.2/2015 e ID., *Constitutional Sunsets and Experimental Legislation: A comparative perspective*, E. Elgar, 2015.

tà. Questo è volto ad accrescere il suo patrimonio informativo grazie agli effetti generati dalle misure introdotte in prima istanza in modo che eventuali nuove azioni, una volta intraprese, possano migliorarne il tasso di efficacia.